

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学 号: 27820121150074

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

我国证券投资基金异质信念与股票收益

Heterogeneous Beliefs among Chinese Mutual Funds
and Stock Returns

曹 姗 姗

指导教师姓名: 屈 文 洲 教 授

专 业 名 称: 财 务 学

论文提交日期: 2015 年 月

论文答辩时间: 2015 年 月

学位授予日期: 2015 年 月

答辩委员会主席:_____

评 阅 人:_____

2015 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

- （ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。
- （ ） 2. 不保密，适用上述授权。

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

机构投资者对资本市场的发展具有重要意义，其投资行为既可能稳定市场，也可能加剧市场波动。投资者异质信念对资产定价具有重要影响，有必要针对机构投资者异质信念水平及其影响开展研究。

证券投资基金是我国机构投资者的中坚力量，各个基金之间并非同质，其行为特点也表明异质信念的存在。本文以我国开放式证券投资基金 2002 年至 2014 年季度持股数据为基础，构造了反映基金异质信念的代理指标，分别从资产组合、股票个体角度进行分析，运用 CAPM 模型、Fama-French 三因子模型、Carhart 四因子模型、Fama-Macbeth 横截面回归和面板数据回归方法，从多个维度检验了基金异质信念水平与股票收益的关系，并探究了基金异质信念的本质。

研究发现，基金异质信念水平越高的股票同时也是基金集体偏好持有的股票，这类股票的特质风险更大。Fama-Macbeth 横截面回归反映了在同一时点，基金异质信念越高的股票收益越高，基金异质信念对股票收益具有正向预测能力；投资组合分析和面板数据分析反映了未来一段时期内，基金异质信念水平越高的股票未来收益越低，这种高收益不可持续，在未来出现反转。

因此，看似矛盾的实证结果恰恰反映了如下事实：我国证券投资基金信息获取和挖掘能力存在差异，基金偏好利用动量效应来获取短期超额收益。

关键词：证券投资基金；异质信念；股票收益

Abstract

Institutional investor is of great significance to the development of Chinese capital market; its investment behavior can either stabilize the market or exacerbate market volatility. On the other hand, heterogeneous beliefs among investors play a role in asset pricing, thus it is necessary to study institutional heterogeneous beliefs and its effects on market.

Mutual funds are the mainstream among China's institutional investors. Yet they are not homogeneous, also their behavior characteristic implies the existence of heterogeneous beliefs. Based on Chinese open-end mutual funds' quarterly stockholding data between 2002 and 2014, this paper constructs a proxy for fund managers' heterogeneous beliefs. Through portfolio analysis and individual stock analysis, using CAPM, the Fama - French three-factor model, Carhart four-factor model, Fama - Macbeth cross-sectional regression and panel data regression, this paper studies the relationship between heterogeneous beliefs of Chinese mutual funds with stock returns, as well as the essence of mutual funds' heterogeneous beliefs.

It finds that higher heterogeneous beliefs are associated with higher level of concentration on stocks with higher idiosyncratic volatility. Fama - Macbeth cross-sectional regression shows at same time-point, higher level of heterogeneous beliefs implies higher future cross-sectional stock returns, whereas portfolio analysis and panel data regression analysis show across subsequent periods, higher level of mutual fund's heterogeneous beliefs forecast lower stock returns.

Together, we can infer that firstly, Chinese mutual funds managers differ in their ability to process information; secondly, Chinese mutual funds managers tend to get short-term profits through momentum strategy.

Key Words: Mutual Funds; Heterogeneous Beliefs; Stock Returns

目 录

第一章 绪 论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.2 研究现状简述	2
1.3 研究内容与创新	4
第二章 文献综述	5
2.1 投资者异质信念理论研究	5
2.1.1 投资者异质信念的本质	5
2.1.2 投资者异质信念的成因	6
2.2 异质信念与股票收益的实证研究	7
2.2.1 国外研究	7
2.2.2 国内研究	9
2.3 证券投资基金异质信念	10
2.3.1 证券投资基金行为特点与市场影响	10
2.3.2 证券投资基金异质信念	11
2.4 文献综述小结	13
第三章 实证研究设计	14
3.1 研究假设	14
3.2 研究思路和方法	14
3.2.1 衡量基金异质信念	14
3.2.2 检验基金异质信念与股票收益关系	16
3.2.3 分析基金异质信念的本质	16
3.2.4 模型与方法简介	17
3.3 数据来源与变量定义	19
第四章 实证结果与分析	21
4.1 研究样本统计	21

4.1.1 样本规模统计	21
4.1.2 基金持股分析	22
4.1.3 基金异质信念分析	26
4.2 投资组合分析	26
4.2.1 投资组合特征分析	26
4.2.2 投资组合简单收益率分析	29
4.2.3 投资组合超额收益率分析	32
4.3 股票个体分析	38
4.3.1 Fama-Macbeth 回归分析	38
4.3.2 面板数据回归分析	41
4.4 基金异质信念本质的讨论	43
第五章 结 语	45
5.1 主要结论	45
5.2 政策建议	45
5.3 未来研究方向	46
参考文献	48
致 谢	54

Contents

Chapter 1 Introduction	1
1.1 Motivation and Significance	1
1.2 Simple Description of Relevant Research	2
1.3 Framework and Innovation	4
Chapter 2 Literature Review	5
2.1 Theoretical Background	5
2.1.1 Essence of Investor Heterogeneous Beliefs	5
2.1.2 Causes of Investor Heterogeneous Beliefs	6
2.2 Empirical Research	6
2.2.1 Foreign Research	7
2.2.2 Domestic Research	9
2.3 Heterogeneous Beliefs of Mutual Funds	10
2.3.1 Behaviour of Mutual Funds and its Effects on Market	10
2.3.2 Development of Mutual Funds Heterogeneous Beliefs	11
2.4 Summary of Literature Review	13
Chapter 3 Research Design	14
3.1 Development of Hypothesis	14
3.2 Methodologies	14
3.2.1 Measurement of Mutual Funds Heterogeneous Beliefs	14
3.2.2 Test of Relationship between Mutual Funds Heterogeneous Beliefs and Stock Returns	16
3.2.3 Analysis of the Essence of Mutual Funds Heterogeneous Beliefs	16
3.2.4 Models and Methods	17
3.3 Data and Variables	19
Chapter 4 Empirical Results	21

4.1 Description of Sample	20
4.1.1 Sample Size.....	20
4.1.2 Mutual Funds Holdings.....	21
4.1.3 Mutual Funds Heterogeneous Beliefs	25
4.2 Portfolio Analysis	26
4.2.1 Description of Portfolios	26
4.2.2 Raw Return of Portfolios	29
4.2.3 Abnormal Return of Portfolios	32
4.3 Individual Stock Analysis	38
4.3.1 Fama-Macbeth Cross-Sectional Regression	38
4.3.2 Panel Data Regression.....	40
4.4 Essence of Mutual Funds Heterogeneous Beliefs	43
Chapter 5 Summary	45
5.1 Conclusions	45
5.2 Suggestions	45
5.3 Limitations and Perspectives	46
References	48
Acknowledgements	54

第一章 绪论

1.1 研究背景与意义

进入 2000 年以来,我国证券监管部门提出超常规培育机构投资者的政策取向,机构投资者得到了快速发展。在投机氛围浓厚以及信息中介传递偏差的新兴资本市场发展过程中,散户由于噪声影响和资金实力薄弱而处于信息劣势,容易被市场误导,在一定程度上成为市场风险的根源,大力发展机构投资者成为提高市场效率的不可挑战的信条(徐浩峰,侯宇,2012)^[1]。

证券投资基金是我国机构投资者的中坚力量,相比于其他机构投资者,监管层寄望投资基金更加能够发挥稳定市场的作用。2000 年以来,基金市场规模高速发展,基金资产净值平均年增速为 146%(见图 1.1)。截至 2014 年底,基金资产净值达到 4.6 万亿元。其中,开放式投资基金 1900 余只,占基金总数 98%以上;主动投资型基金 1600 余只,占基金总数 80%以上;股票型和混合型基金 1100 只,占基金总数约 60%。

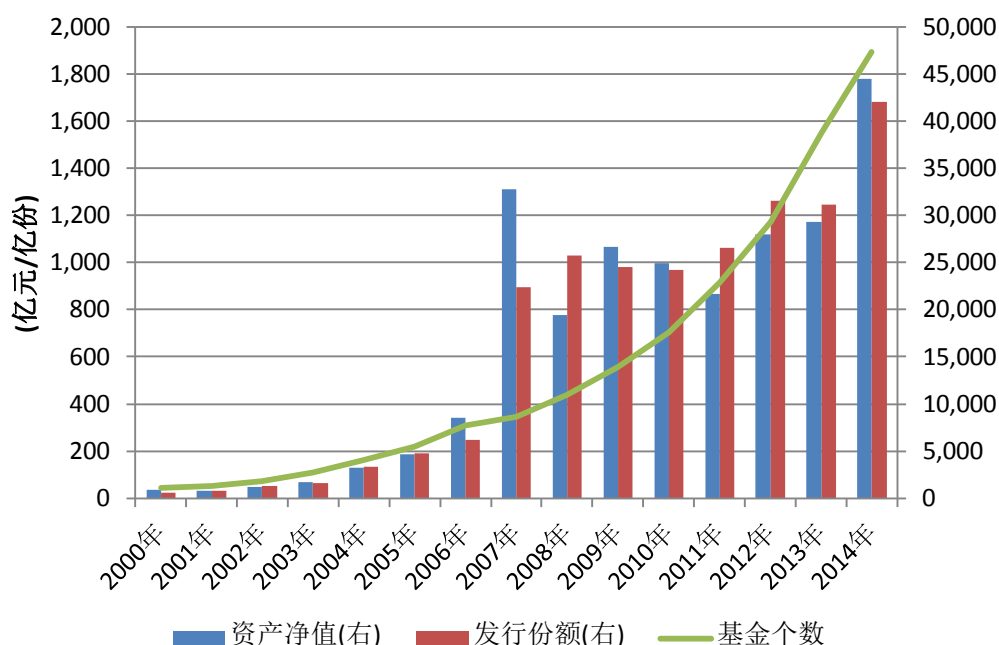


图 1.1 基金市场规模

资料来源: WIND 数据库。

证券投资基金之间存在异质信念。机构投资者往往具有信息优势,并据此在市场上交易(Bushee 和 Goodman, 2007)^[2]。相比于个人投资者,机构投资者之间会有更多的信息交流和互动(French, 2008; Stein, 2009)^{[3][4]}。我国证券投资基金之间的信息挖掘行为和能力存在差异,有的是真正的“知情交易者”,有的则更多基于信息噪音而进行市场炒作(张宗新, 杨通旻, 2014)^[5]。

投资者异质信念会对资产价格产生重要影响。当存在卖空约束时,投资者异质信念提高会导致股价高估,股票未来收益率降低(Miller, 1977)^[6]。而 Varian(1985)^[7]则指出,投资者异质信念意味着一种风险,因而其将导致资产价值低估,资产未来收益率提高。

在国外,关于机构投资者对资产价格影响方面的实证研究已经非常丰富,但是针对机构投资者异质性如何影响资本市场的研究却还非常少(Jiang 和 Sun, 2014)^[8]。在国内,关于一般投资者异质性的理论研究和实证检验也取得了一些成果,但也缺乏针对机构投资者异质信念的研究。

因此,本文将以证券投资基金作为机构投资者的代表,研究其异质信念的存在性、对股票价格的预测能力、形成原因和影响因素等。本文将有助于理解我国证券投资基金异质信念及其影响,进一步揭示我国证券投资基金的投资行为,弥补国内有关研究空白,具有较强的理论意义和实务意义。

1.2 研究现状简述

Giannikos 和 Gousgounis (2012)^[9]研究了印度市场上投资者意见分歧与股票收益率的关系,但是是从市场整体而非公司个体的角度。该研究支持了存在卖空约束时,意见分歧与股票高估存在正相关关系。

Opie 和 Zhang (2013)^[10]认为允许融资融券业务以前的中国股票市场是检验异质信念与股票收益的天然实验室,当使用基于所有投资者的异质信念指标时,异质信念与股票未来收益呈正相关关系;当使用基于共同基金持股的异质信念指标时,异质信念与股票未来收益则呈负相关关系。

Choi, Jin 和 Yan (2013)^[11]利用上海证券交易所所有类型投资者的持仓数据,检验持股宽度与股票收益的关系,发现持股宽度与所有者权益之间存在负相关关系。他们解释为这是因为散户在驱动这一关系,因为如果仅仅用机构投资者

来度量持股宽度,则持股宽度与所有者权益之间表现为正相关关系。由此,他们证明在一个只有成熟投资者的市场下,持股宽度才是合理的卖空约束代理变量。

Jiang 和 Sun(2014)^[8]基于“积极持股”构造了共同基金经理异质信念代理指标,发现基金经理异质信念与股票未来收益呈正相关关系,与 Miller 的观点相左。他们提出了“知情经理人”的假设,证明了较高的基金异质信念代表基金经理具有私有信息,因而可以赚取超额收益。另外,当存在高度的信息不对称和较强的卖空约束时该效应更为明显,“知情的”基金经理驱动“积极持股”差异,而卖空约束则会平抑“积极持股”差异。

曾长兴(2012)^[12]利用扣除完全市场因子、行业因子和流动性需求后的换手率指标来衡量我国股票市场异质信念,发现异质信念对股票收益率有较好的解释能力,异质信念最高的组合获得较高的收益率,并且异质信念收益表现出明显的反转特点。

尹慧和赵国庆(2013)^[13]利用投资者意见分歧趋于一致所持续的时间来构造异质信念代理变量,建立包含异质信念的 GARCH-M 模型,对美国、英国、法国、德国、中国内地、中国香港、日本七个全球重要股票市场上异质信念与股票预期收益之间的关系进行检验,发现由于受卖空限制的影响,在全球主要股票市场上,异质信念与股票预期收益普遍具有负相关关系,且负相关关系的程度受卖空限制程度的影响,卖空限制的程度越严重,负相关关系越强。

谢剑强和崔毅(2014)^[14]利用资产组合策略和包含分歧风险因子的多因素模型分析了投资者异质信念对股票价值溢价的影响,发现投资者异质信念对价值型股票组合和流通市值大的股票组合的价值溢价具有显著影响,并且投资者异质信念程度越大,这类股票组合的价值溢价也越大。

此外,国内学者还研究了异质信念与证券发行决策(徐枫,胡鞍钢,郭楠,2013)^[15]、IPO 首日溢价(严太华,李佩玻,2012)^[16]、企业过度投资(许致维,李少育,2014)^[17]的关系。

纵观国内外最新研究进展,可以发现异质信念与股票收益的实证研究中关于新兴市场的研究逐渐增多。国内学者对于异质信念与股票收益关系的实证检验取得了一定成果,但是对于深层次原因则剖析不多,也缺乏针对机构投资者异质信念的研究。

1.3 研究内容与创新

本文结构如下：第一部分为绪论，主要介绍本文的研究背景和研究意义、国内外对异质信念的研究现状、主要的研究内容和主要创新点。第二部分为文献综述，探讨了异质信念的本质、产生缘由，梳理了国内外学者的实证研究成果、存在的分歧，以及尝试性地讨论了证券投资基金异质信念的形成。第三部分是实证研究设计，针对我国证券投资基金，构造了基金异质信念代理变量，提出了研究假设；第四部分是实证研究过程与结果分析，利用 CAPM、Fama-French 三因子模型、Carhart 四因子模型、Fama-Macbeth 回归、面板数据回归等，检验了基金异质信念与股票未来收益的关系，分析了基金异质信念的本质。第五部分是结论和展望，概括了文研究的主要结论，指出本文的局限性和未来改进方向。

本文主要的创新点有：第一，针对机构投资者系统地从我国开放式证券投资基金这一角度，考察了异质信念与股票收益的关系。尽管针对国外成熟市场上异质信念的研究丰富而成熟，但是针对新兴市场的研究还处于兴起阶段，而专门以中国市场上机构投资者的视角深入研究的则寥寥无几。第二，改进了基于基金持股构造的异质信念指标，以市场投资组合作为所有基金“积极持股”的参考基准，避免了当前国外一些学者对不同基金使用其自定义业绩标准来构造异质信念指标造成参考基准不一致的问题。第三，除了检验基金异质信念对股票未来收益的预测能力外，进一步探究了我国基金异质信念的成因，有利于更为客观地理解中国市场上证券投资基金异质信念的本质，弥补国内有关研究空白。最后，在数据选择上涵盖了 CSMAR 数据库中所有可用的 2002 年-2014 年基金持股季度数据，最大程度地保证了研究样本的完备性。

第二章 文献综述

2.1 投资者异质信念理论研究

2.1.1 投资者异质信念的本质

异质信念 (Heterogeneous Beliefs, 也译作 Divergence of Opinion, Differences of Opinion, Dispersion of Beliefs, Disagreement 等), 是指投资者对未来股票价格预测存在差别的现象。如果假定投资者具有均值方差偏好, 异质信念就是指不同投资者对同一股票同一持有期下的期望收益率或期望收益率方差的估计存在差异 (史金艳, 赵江山, 张茂军, 2009) ^[18]。

目前比较公认的异质信念的研究始于 Miller (1977) ^[6], 他指出市场存在卖空约束时, 股票未来收益率与异质信念水平呈负相关关系。这是因为卖空约束阻碍了消极者表达他们的意见, 负面消息无法融入市场, 股票价格更多地反映了乐观者的观点, 股票价格被高估 (Overvaluation)。随着时间流逝, 有关股票价值的信息逐渐注入市场, 这一高估将被修正, 因而实现较低的股票收益率。

相反的, Varian (1985) ^[7] 强调投资者异质期望意味着更高的不确定性, 这对于投资者而言是一种风险, 因而投资者异质信念水平越高, 股票未来收益也越高。

Johnson (2004) ^[19] 认为分析师预测分歧代表的是一种当资产价值不可观测时的未定价的信息风险 (Unpriced Information Risk), Doukas 等 (2004) ^[20] 认为投资者意见分歧程度代表了投资者对股票未来收益分布进行评估的困难程度, 这与 Johnson 的观点一致。Levy 等 (2006) ^[21] 采用模拟方法发现如果投资者数量是无限的, 风险资产数量也是无限的, 那么 CAPM 理论中的风险-回报关系仍然成立, 而如果资产数量是有限的, 在异质信念市场下就会出现系统的定价偏误; 换言之, 即使存在异质信念, CAPM 的风险-回报关系仍然可以成立。David 等 (2008) ^[22] 指出对公司价值增长存在异质信念下, 代理人不会相互分担风险反而会相互投机, 股票超额回报的一半是由这种投机行为所引起的。

综上, 现有研究者对于投资者异质信念与股票未来收益的是正相关还是负相关、其本身是否是一种风险因子尚无定论, 但它确实影响资产定价, 是股票超额

收益的重要影响因子。

2.1.2 投资者异质信念的成因

尽管 Miller 用其发展的理论解释了系统风险高的股票实际收益率低于理论收益率、IPO 股票长期业绩弱势、封闭式基金净值折价等市场异象,但是 Miller 提出的“股票未来收益率与投资者异质信念负相关”这种股票收益的可预测性 (Return Predictability),按照经典资产定价理论而言本身也是一种市场异象。

人们提出了行为金融来替代传统资产定价模型来解释这些市场异象,一部分学者质疑为什么理性套利者没有消除收益的可预测性,另一部分学者侧重于解释这种股票收益的可预测性反映的本质问题为何。关于后者,学者们提出了多种多样的模型,其中一种是异质代理人模型 (Heterogeneous-agent Model)。

Hong 和 Stein(2007)^[23] 基于异质代理人模型提出了“意见分歧模型” (Disagreement Model),阐述了投资者异质信念的三种成因:(1)渐进信息流动 (Gradual Information Flow),指由于信息技术差异、投资者分割、专业化水平差异等原因,一部分投资者会比其他人先得到价值相关信息;(2)有限注意 (Limited Attention),指由于信息过载,投资者们对于公开可得信息只能注意到其中的一部分,并且这些投资者是非成熟的,因此在与他人交易时,他们并不会意识到自己的估值仅仅考虑了部分的相关信息;(3)先验异质性 (Heterogeneous Priors)指即使一条信息同时到达了所有投资者,假定他们也都充分注意到了这些信息,他们还是会对股票基本面价值产生分歧。因为投资者具有不同的经济模型和先验预期,他们会以不同的方式解读这些信息。

Anderson 等 (2005)^[24]认为异质信念反映了代理人解释或者获得信息集的不同。Levy 等 (2006)^[21]认为异质信念的成因可能是不均匀的私有信息和不公平的价格信息含量、对同一信息的不同解读、投资者过度自信,或者上述原因的综合。Hong (2006)^[25]等认为过度自信 (Overconfidence) 是分歧 (Disagreement) 产生的原因,即投资者高估了他所持有的信息的准确性。Yamamoto 等 (2012)^[26]认为日本市场上卖方分析师和买方分析师二者在商业目标、信息拥有量以及在做预测时对同样信息的解读能力是存在差异的,这些差异引起了期望异质。Jiang (2014)等^[8]认为信息优势 (Superior Information) 差异是投资者之间异质信念的成因。

可见,异质信念的成因主要在于信息差异,或者是由于可获取的信息量存在

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”. Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库